

BANCO DE **ESPAÑA**
Eurosistema

BOLETÍN ECONÓMICO 4/2018
ARTÍCULOS ANALÍTICOS

6 de noviembre de 2018

Argentina: los retos económicos frente a un entorno internacional adverso

Xavier Serra, Jacopo Timini, Julia Estefanía y Enrique
Martínez Casillas

Resumen

La economía de Argentina se encuentra en una complicada fase de transición. Con el fin de corregir los importantes desequilibrios acumulados en la década anterior en el terreno fiscal y en el de la inflación, el nuevo Gobierno que accedió al cargo en diciembre de 2015 optó por llevar a cabo un ajuste fiscal gradual, apoyado en un contexto de abundante liquidez internacional. En paralelo, el banco central asumió unos objetivos ambiciosos de reducción de la inflación. Sin embargo, en 2018, la falta de progreso en el frente de la inflación, el endurecimiento de las condiciones financieras internacionales y una fuerte sequía pusieron a Argentina en el foco de los mercados y le impidieron seguir financiando ese proceso de ajuste gradual, por lo que el Gobierno decidió solicitar la asistencia financiera del FMI. El acuerdo con el Fondo, aprobado en el mes de junio y modificado en octubre de 2018, prevé un rápido ajuste fiscal y monetario, que permita una reducción de los déficits gemelos —fiscal y exterior— y un descenso efectivo de la inflación, de forma que la economía entre en una senda de crecimiento estable. El éxito del programa, asumido con un claro compromiso por las autoridades argentinas, está sujeto, no obstante, a riesgos internos y externos, y supone un reto importante para el país.

Palabras clave: Argentina, FMI, acuerdo *SBA*, crecimiento económico, riesgos macroeconómicos, sostenibilidad de la deuda.

Códigos JEL: O11, O54.

ARGENTINA: LOS RETOS ECONÓMICOS FRENTE A UN ENTORNO INTERNACIONAL ADVERSO

Este artículo ha sido elaborado por Xavier Serra, Jacopo Timini, con la colaboración técnica de Enrique Martínez Casillas y Julia Estefanía, de la Dirección General Adjunta de Asuntos Internacionales.

Introducción

Argentina se encuentra en una complicada fase de transición económica, que se inició con el cambio de gobierno, en diciembre de 2015. El nuevo Gobierno se hizo cargo de una economía que había acumulado importantes desequilibrios macroeconómicos y puso en marcha una serie de reformas con el objetivo de liberalizar el tipo de cambio y corregir esos desajustes. Las autoridades optaron por una senda de ajuste fiscal gradual, que se pudo mantener durante 2016 y 2017, en un contexto de abundante liquidez internacional y apetito por el riesgo a escala global. Sin embargo, la falta de progreso en la senda de reducción de la inflación, el endurecimiento de las condiciones financieras internacionales a partir de la primavera de 2018 y una fuerte sequía, que mermó la producción y las exportaciones agrícolas en la primera mitad del año, hicieron muy difícil para Argentina seguir financiando ese ajuste gradual en los mercados, y el Gobierno decidió solicitar la asistencia del Fondo Monetario Internacional (FMI) en mayo de este año.

En el presente artículo se analiza, en primer lugar, el marco económico propuesto por el nuevo Gobierno (sección segunda). A continuación se detalla cómo, en el contexto actual de elevadas vulnerabilidades, el deterioro de las condiciones financieras externas y las turbulencias ocurridas en los mercados financieros han llevado a la solicitud de ayuda financiera al FMI (sección tercera). El acuerdo con el Fondo se describe en la sección cuarta. Por último, en la sección quinta se presentan brevemente las conclusiones.

El nuevo modelo económico

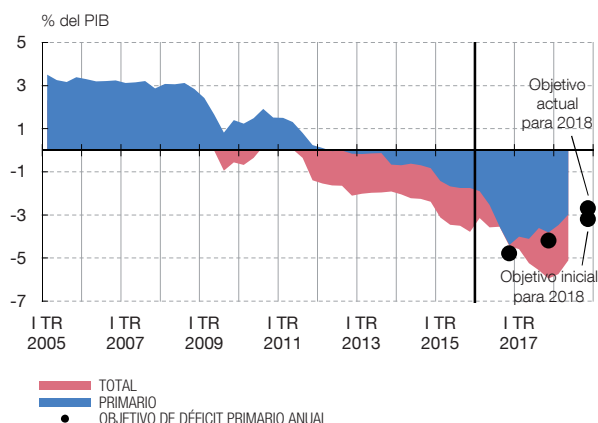
En diciembre de 2015, Argentina se enfrentaba a una acumulación de desequilibrios macroeconómicos, distorsiones microeconómicas y debilidad institucional. El país no tenía acceso a los mercados financieros internacionales, debido al bloqueo de los pagos de su deuda externa por el problema de los *holdouts* (tenedores de bonos argentinos que no habían aceptado la reestructuración ofrecida por el Gobierno anterior). En consecuencia, el fuerte crecimiento del gasto público y el déficit resultante se financiaban fundamentalmente a través de la emisión monetaria. La financiación del déficit por parte del banco central alcanzó el 5,3 % del PIB en 2014 y llevó la inflación a tasas de entre el 20 % y el 40 %, según estimaciones no oficiales¹. Al mismo tiempo, el deterioro de la competitividad internacional (debida a la sobrevaloración del tipo de cambio oficial) y la imposibilidad de atraer capital extranjero condujeron a una fuerte disminución de las reservas de divisas, en un contexto de elevado déficit externo. La introducción de controles cambiarios restringió las importaciones, dañando el crecimiento económico, y favoreció la aparición de un mercado paralelo de tipo de cambio. Además, las exportaciones agrícolas fueron gravadas con elevados impuestos.

El nuevo Gobierno, que accedió al cargo en diciembre de 2015, propuso un plan de reformas radical, que decidió ejecutar a distintas velocidades. Las autoridades priorizaron la

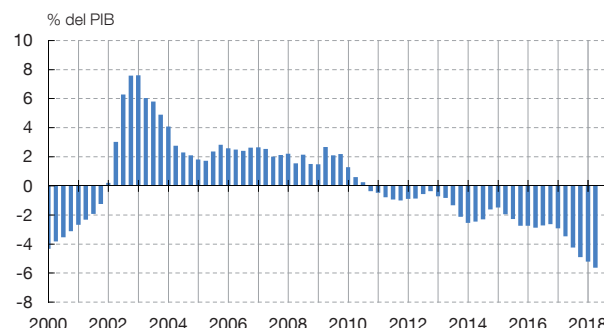
¹ Las estadísticas oficiales de inflación y las cuentas nacionales perdieron credibilidad desde 2007, lo que llevó a la proliferación de estimaciones privadas y a la inexistencia de un índice de precios oficial para orientar la política monetaria. El Gobierno utilizó los controles de precios y la congelación de las tarifas públicas como medidas de gestión de la inflación, introduciendo distorsiones importantes en los precios relativos. Campos *et al.* (2018) estiman la inflación argentina utilizando datos provinciales. Entre 2007 y 2015, la tasa interanual de inflación en Argentina fue del 25,8 %, alcanzando un máximo del 38,9 % en septiembre de 2014.

El nuevo Gobierno, que accedió al poder en diciembre de 2015, optó por llevar a cabo una serie de reformas, con el objetivo de liberalizar el tipo de cambio y corregir los desequilibrios de la economía. Las autoridades optaron por una senda de ajuste fiscal gradual, que pudieron mantener durante 2016 y 2017, en un contexto de abundante liquidez internacional y apetito por el riesgo a escala global.

1 SALDO PÚBLICO TOTAL Y PRIMARIO



2 BALANZA POR CUENTA CORRIENTE



FUENTE: Datastream.

[Descargar](#)

liberalización del sistema cambiario para corregir la sobrevaloración del tipo de cambio oficial, eliminar la distorsión que implicaba la existencia de un mercado paralelo y acabar con las restricciones a las importaciones de bienes, que limitaban el funcionamiento de la cadena de producción argentina. Los controles cambiarios se eliminaron y se introdujo un régimen de tipo de cambio de «flotación administrada». En la política monetaria, el Gobierno especificó un marco de objetivos de inflación muy exigentes, que convergía a una inflación del 5 % en 2019, al final de los cuatro años de legislatura, y estableció una senda descendente para las transferencias del banco central al Tesoro.

En política fiscal, se anunció un plan de consolidación a medio plazo que especificaba reducciones graduales del déficit fiscal primario hasta 2019². Por otro lado, el Gobierno cerró un acuerdo con los *holdouts*, que le permitió acceder de nuevo a los mercados internacionales de deuda, en un contexto de elevado apetito por el riesgo³; no obstante, las entradas de flujos de inversión extranjera directa no experimentaron un aumento relevante. En general, la combinación de políticas propuesta por el Gobierno recibió una acogida favorable, si bien desde algunos ámbitos se argumentó que no era suficiente para resolver el problema de los déficits gemelos —fiscal y por cuenta corriente— al que se enfrentaba Argentina (véanse gráficos 1.1 y 1.2).

Las reformas y las políticas implementadas sacaron a la economía argentina de su aislamiento, el crecimiento retornó a cifras positivas en 2017 y el banco central acumuló reservas

² Las metas del déficit fiscal primario eran el 4,8 % del PIB en 2016, el 4,2 % en 2017, el 3,2 % en 2018 y el 2,2 % en 2019. Las medidas de reducción del gasto se centraron en la eliminación de subsidios a la energía y al transporte. Por el lado de los ingresos, se aprobó una amnistía fiscal para los activos situados en el extranjero que compensó en parte la pérdida de ingresos por la reducción de impuestos distorsionantes, como los impuestos a la exportación de bienes agrícolas, y por la caída de la actividad económica. En 2017, el Gobierno alcanzó un pacto fiscal con las provincias por el que estas se comprometieron a aumentar el gasto nominal por debajo de la inflación.

³ Tras recobrar el acceso a los mercados financieros internacionales, el Gobierno argentino pudo reducir la financiación del banco central al 4,4 % del PIB en 2015, al 2 % en 2016, al 1,5 % en 2017 y se proyectaba una nueva reducción hasta el 0,5 % en 2018.

gracias a las entradas de flujos de cartera. No obstante, el déficit de la balanza por cuenta corriente se amplió y la deuda pública en dólares se incrementó, mientras que el banco central empleaba la emisión de deuda a corto plazo (letras del banco central, LEBAC) como instrumento de esterilización para alinear la cantidad de dinero en circulación (y el tipo de cambio) con los objetivos de política monetaria. Su utilización se intensificó con la liberalización cambiaria, generando así un *stock* de deuda a corto plazo que crecía rápidamente y sembraba dudas sobre la sostenibilidad de la política monetaria. En definitiva, la economía argentina seguía presentando vulnerabilidades, que quedaban enmascaradas por la búsqueda de rentabilidades de los inversores externos.

El deterioro de las condiciones financieras externas en 2018

En diciembre de 2017, en un entorno externo aún favorable, el Gobierno decidió relajar los objetivos de inflación⁴ para reducir la presión sobre el tipo de cambio real, que se consideraba muy apreciado, y, en enero de 2018, el banco central redujo en dos ocasiones el tipo de interés oficial [en 75 puntos básicos (pb) cada vez], argumentando que el cambio en el objetivo de inflación permitía una política monetaria más laxa. Sin embargo, el cambio en los objetivos se interpretó como una pérdida de independencia del banco central, lo que llevó a un aumento de las expectativas de inflación y a la depreciación del peso frente al dólar, de forma que el banco central tuvo que detener el ciclo de bajadas del tipo de interés (véase gráfico 2.1).

Las presiones depreciatorias sobre el peso continuaron en marzo y en abril, reforzadas por causas tanto internas como externas. Por el lado interno, la inflación y las expectativas se mantenían altas, y una severa sequía afectó a las cosechas, reduciendo las entradas de divisas esperadas por las exportaciones agrícolas⁵. Por el lado externo, las consecuencias de la normalización de la política monetaria de Estados Unidos comenzaron a manifestarse claramente en una reducción en el apetito global por el riesgo, con un impacto mayor en los mercados emergentes. Las fuertes intervenciones del banco central para sostener el peso en el mercado de divisas (véase gráfico 2.2) no pudieron contener la depreciación de la moneda y el banco central optó por aumentar el tipo de interés oficial hasta el 40 % y tomar medidas para ampliar la oferta de dólares en el mercado⁶. En paralelo, el Gobierno anunció unos objetivos de déficit fiscal primario más estrictos. Sin embargo, estas medidas solo consiguieron frenar las presiones sobre el tipo de cambio de forma temporal, y el 8 de mayo, enfrentado a nuevas salidas de capitales, el Gobierno argentino solicitó la asistencia del FMI.

Acuerdo con el FMI y giro restrictivo a las políticas económicas

El 20 de junio, el Directorio Ejecutivo del FMI aprobó un acuerdo *Stand-By* (SBA) con Argentina (véase recuadro 1) de tres años de duración. El acuerdo contemplaba el acceso a 50 mm de dólares en préstamo (el mayor programa del FMI en su historia, aunque no medido en términos de cuota o de PIB, del 9 %), con un primer desembolso de 15 mm de dólares al inicio del programa, mientras que las autoridades señalaron que la cantidad restante tenía una finalidad precautoria. Se buscaba devolver la confianza en el país a los mercados financieros internacionales, fortalecer la credibilidad del marco de política monetaria del banco central, disminuir las presiones de balanza de pagos y proteger a los sectores sociales más vulnerables. En el terreno de las políticas macroeconómicas, básicamente se suavizaron los objetivos de inflación⁷ y se introdujo un ajuste fiscal más rápido.

4 Los elevó en 5 puntos porcentuales (pp) en 2018 y 2019.

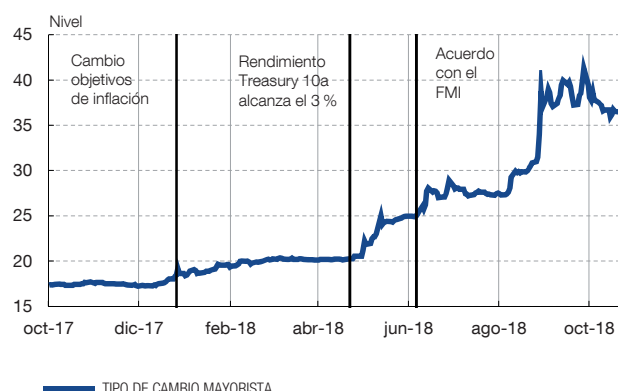
5 Además, también entró en vigor el impuesto sobre la renta de los tenedores extranjeros de LEBAC.

6 El tipo de interés oficial se incrementó el 27 de abril (+300 pb), el 3 de mayo (+300 pb) y el 4 de mayo (+675pb). El banco central también aprobó un cambio regulatorio, limitando el monto de dólares que los bancos comerciales podían utilizar para cumplir con los requerimientos de liquidez.

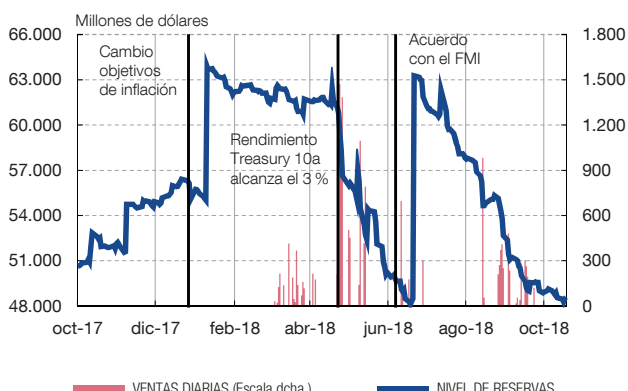
7 Los objetivos iniciales eran del 15 % en 2018, del 10 % en 2019 y del 5 % en 2019. En el acuerdo de junio pasaron a ser del 27 % en 2018, del 17 % en 2019, del 13 % en 2020 y del 9 % en 2021.

Tras el endurecimiento de las condiciones financieras para las economías emergentes, los mercados financieros penalizaron la combinación del ajuste fiscal gradual y los avances poco significativos en la lucha contra la inflación. El resultado fue una fuerte salida de capitales y una depreciación del peso, que llevaron a la intervención en los mercados cambiarios, a la subida de los tipos de interés oficiales y, finalmente, a la solicitud de asistencia del FMI.

1 TIPO DE CAMBIO FRENTE AL DÓLAR



2 RESERVAS INTERNACIONALES (a)



3 DIFERENCIAL SOBERANO (EMBI) Y CDS A DIEZ AÑOS



4 TIPO DE INTERÉS A CORTO PLAZO (INTERBANCARIO EN PESOS)



FUENTES: Datastream y Banco Central de la República Argentina.

a A partir de octubre de 2018 se ha cambiado el marco de política monetaria, basado en las metas de inflación, por una política monetaria basada en límites al crecimiento de la base monetaria. Por lo tanto, el tipo de referencia del banco central se determina de forma endógena.

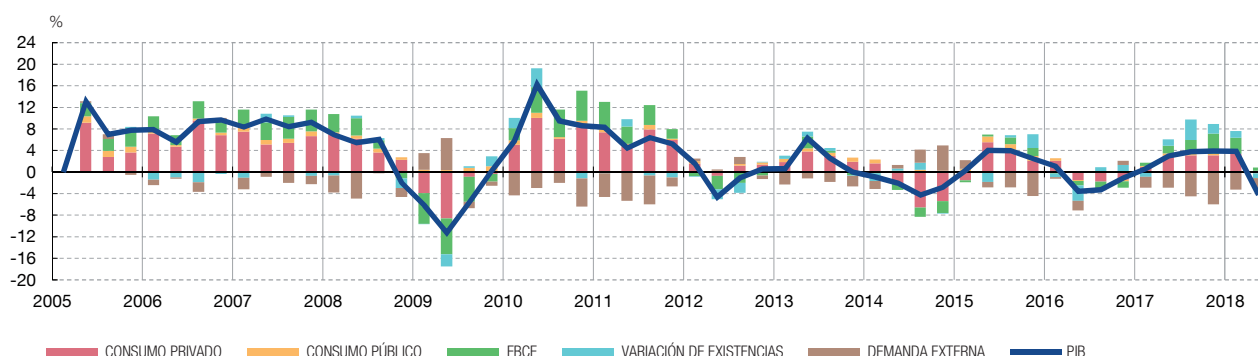
Descargar

El acuerdo con el Fondo mejoró inicialmente el sentimiento del mercado: en julio, la volatilidad de los mercados financieros se moderó considerablemente y el tipo de cambio se estabilizó. Sin embargo, desde comienzos de agosto volvieron a experimentarse presiones significativas sobre el tipo de cambio y sobre el riesgo-país (véase gráfico 2.3), a las que contribuyeron, de nuevo, una combinación de factores externos e internos. Por el lado externo, el endurecimiento de las condiciones financieras para los países emergentes, la huida hacia activos refugio de los capitales y las crecientes disputas comerciales entre Estados Unidos y China desempeñaron un papel relevante. En el frente interno, las investigaciones judiciales sobre algunos casos de corrupción⁸, los reembolsos a gran escala de LEBAC y la percepción del posible fracaso en el logro de los objetivos acordados con el FMI actuaron en el mismo sentido.

⁸ En la adjudicación de contratos de obras públicas entre 2005 y 2015.

La economía de Argentina registró una caída en el segundo trimestre de 2018 ($-4,2\%$ ia). El tipo de cambio sufrió de nuevo fuertes presiones depreciatorias en agosto, estabilizándose posteriormente tras el anuncio de la revisión del acuerdo *Stand-By* con el FMI. La inflación sigue al alza, principalmente por los efectos de la depreciación del peso, a la espera de los efectos de las nuevas medidas de política monetaria.

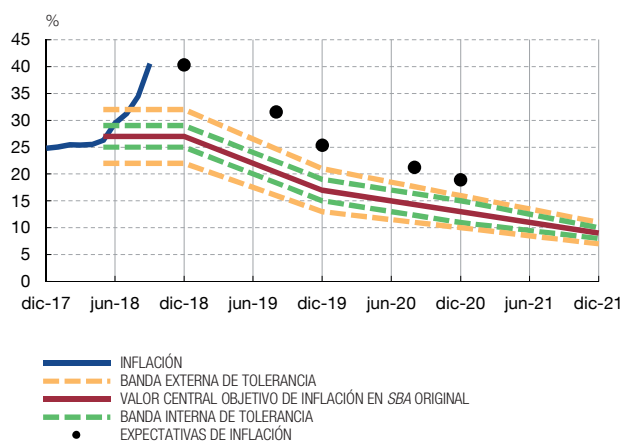
1 APORTACIONES AL CRECIMIENTO DEL PIB REAL



2 TIPO DE CAMBIO NOMINAL PESO/DÓLAR



3 INFLACIÓN, EXPECTATIVAS Y ANTIGUOS LÍMITES SBA DEL FMI (a)



FUENTES: Datastream, Banco Central de la República Argentina y Fondo Monetario Internacional.

a El objetivo de inflación se abandonó en la revisión del acuerdo aprobada por el Directorio Ejecutivo del FMI el 26 de octubre de 2018.

[Descargar](#)

Con el fin de reducir el impacto de estos acontecimientos sobre la inflación y de frenar la continuada depreciación del peso, las autoridades adoptaron un sesgo aún más restrictivo en sus políticas económicas. En agosto, el banco central aumentó el tipo de interés oficial hasta el 60% ⁹ (véase gráfico 2.4) y, en el ámbito fiscal, en septiembre se anunciaron objetivos más estrictos que los incluidos en el acuerdo inicial con el FMI para 2019 —equilibrio del saldo primario¹⁰— y 2020 —superávit primario del 1% del PIB—, y se anunciaron nuevas medidas fiscales.

9 Estos cambios fueron anunciados en sendas reuniones extraordinarias del banco central: una a mediados de agosto, en la que se aumentó el tipo de interés en 500 pb, hasta el 45% ; y una segunda reunión en la que elevó el tipo de interés oficial en 1.500 pb, hasta el 60% . Además, el banco central realizó *forward guidance*, comprometiéndose a mantener el nivel del tipo de interés de referencia por encima del 60% hasta diciembre de 2018, en un primer momento, y posteriormente hasta que las expectativas de inflación no bajasen durante dos meses consecutivos, y elevó el coeficiente de caja en 5 pp.

10 En el proyecto de Presupuesto para 2019 se incluyen los siguientes supuestos para 2019: una caída del $0,5\%$ del PIB (después de una caída del $2,4\%$ proyectada para 2018), un tipo de cambio promedio de 40,10 pesos/dólar y una inflación del 23% .

En paralelo, las autoridades renegociaron algunos aspectos del acuerdo con el FMI, incluyendo un cambio en el marco de la política monetaria, y una ampliación y un adelanto de los fondos previstos en el acuerdo¹¹, abandonando su carácter preventivo, con el fin de enfrentar necesidades fiscales y de balanza de cuenta corriente hasta finales de 2019. El acuerdo revisado ha sido aprobado por el Directorio del FMI el 26 de octubre. En el ámbito de la política monetaria, al constatar el fracaso del marco basado en los objetivos de inflación como ancla nominal de la economía, se ha optado por pasar al control de la base monetaria, cuyo crecimiento se restringe al 0 % hasta junio de 2019¹². Respecto a la política cambiaria, dadas las dificultades para apoyar el tipo de cambio, especialmente con el reducido nivel de reservas, las intervenciones del banco central se verán restringidas a una cuantía limitada en las ocasiones en las que el tipo de cambio se sitúe fuera de unas bandas amplias, del ± 15 %, sobre un tipo de cambio central. Desde el 1 de octubre, la banda cambiaria se sitúa entre 34 y 44 pesos por dólar, y el tipo de cambio central se ajustará diariamente a una tasa del 3 % intermensual hasta finales de 2018 (véase gráfico 3.2)¹³.

La caída del PIB en el segundo trimestre de 2018 (del $-4,2$ % ia) (véase gráfico 3.1), aunque compatible con la senda de evolución del PIB para 2018 y 2019 incorporada en el acuerdo (con tasas de variación del $-2,6$ % y del $-1,6$ %, respectivamente), es indicativa del impacto restrictivo que el ajuste tendrá en el corto plazo. Por otra parte, la inflación se mantiene en niveles altos, habiendo registrado un repunte significativo a lo largo del año, hasta tasas del $40,5$ % en septiembre (véase gráfico 3.3), en parte como consecuencia de la depreciación del peso. Esto ilustra la dificultad de conseguir la bajada en las expectativas de inflación necesaria para el éxito del programa. Más allá de los factores internos, la evolución del entorno internacional será también un componente importante para evaluar los efectos del acuerdo.

Conclusiones

Las autoridades argentinas tienen ante sí el enorme reto de corregir los desequilibrios acumulados en su economía durante años de gestión económica deficiente. Los planes del Gobierno para afrontar este reto son muy ambiciosos, pero también necesarios para conducir la economía hacia una senda de crecimiento estable y sostenido. Las medidas de ajuste fiscales y monetarias programadas tendrán un impacto muy restrictivo sobre el crecimiento en el corto plazo, aun teniendo en cuenta las provisiones presupuestarias para mantener un mínimo en el gasto social. Por ello, estas medidas deberán ser aplicadas con credibilidad, compromiso y transparencia por las autoridades para facilitar su aceptación social y política, y producir un ajuste rápido a la baja en las expectativas de inflación.

En ese camino, Argentina cuenta con el apoyo técnico y financiero del FMI y de otras instituciones financieras internacionales. Sin embargo, los riesgos son también muy significativos: desde una posible interacción negativa entre la evolución del tipo de cambio y la senda de crecimiento e inflación o la sostenibilidad de la deuda (con una parte importante

11 Como se indica en el recuadro 1, los cambios en los términos del acuerdo SBA suponen el fin de su carácter preventivo, una ampliación del tamaño del programa (+6,3 mm de dólares, hasta 56,3mm de dólares) y un adelanto de fondos (+19 mm de dólares, para un total de 50,5 mm de dólares hasta fin de 2019), con la posibilidad de utilizarlos como respaldo presupuestario.

12 Se permitirán ajustes para tener en cuenta las oscilaciones estacionales en la demanda de dinero (diciembre de 2018 y junio de 2019). A partir de junio de 2019, el crecimiento de la base monetaria estará restringido al 1 % mensual, hasta finales de 2019.

13 Si el peso se sitúa por encima de ese límite superior, el banco central realizará ventas de hasta 150 millones de dólares diarios. Si se situara por debajo, se realizarían compras de dólares, que se podrían esterilizar. La base monetaria solo aumentaría si hay señales de confianza en el peso, y la contraparte sería un aumento de las reservas.

denominada en moneda extranjera), a unos mayores costes económicos y sociales del ajuste. En este sentido, un elemento favorable es el adelantamiento de los fondos financieros por parte del FMI, que permitirá postergar hasta 2020 las posibles implicaciones derivadas de unas condiciones crediticias globales menos favorables que en el pasado.

6.11.2018.

BIBLIOGRAFÍA

- CAMPOS, R., M. PACCE y G. PÉREZ QUIRÓS (2018). «A Reconstruction of Argentina's Consumer Price Index using a Dynamic Factor Model», mimeo.
- FMI (2018). *World Economic Outlook*, octubre.
- (2018). *Request for Stand-By Arrangement – Press Release and Staff Report*, IMF Country Report n.º 18/219, julio.
- (2018). *Argentina: First Review under the Stand-By Arrangement; Inflation Consultation; Financing Assurances Review; and Requests for Rephasing, Augmentation, Waivers of Nonobservance and Applicability of Performance Criteria, and Modification of Performance Criteria – Press Release; Staff Report; and Staff Supplement*, IMF Country Report n.º 18/297, octubre.

El Directorio Ejecutivo del FMI aprobó en junio, por procedimiento de emergencia, un acuerdo SBA a favor de Argentina de tres años de duración por 50 mm de dólares [35,4 mm de derechos especiales de giro (DEG)], equivalentes al 1.110 % de su cuota en el Fondo. El acuerdo contemplaba un primer desembolso de 15 mm de dólares (333 % de cuota) de manera inmediata, para cubrir las necesidades de financiación estimadas hasta fin de año, y la cantidad restante disponible en doce tramos trimestrales de igual importe (2,9 mm de dólares cada uno), para atender necesidades financieras adicionales bajo escenarios con ratios de renovación de vencimientos más adversas. Las autoridades argentinas dispusieron del primer desembolso a la aprobación del programa y manifestaron su intención de no solicitar nuevos desembolsos, considerando el resto del acuerdo como preventivo.

Argentina, a juicio del FMI, cumplía los cuatro criterios del marco de acceso excepcional¹, pues: a) presentaba necesidades de balanza de pagos excepcionales, que no se podían satisfacer con los límites de préstamo normales; b) su deuda pública era sostenible, aunque no con elevada probabilidad, si bien conta-

ba con fuentes de financiación adicionales² que podrían mejorar la sostenibilidad; c) mantenía el acceso a los mercados de capital privado y buenas expectativas a largo plazo con la implementación exitosa del programa y el apoyo de la comunidad internacional, y d) contaba con capacidad política e institucional suficientes, y el compromiso de implementar un programa financiado por el Fondo.

El FMI, preocupado por la política de comunicación del acuerdo y los riesgos de estigmatización asociados, hizo hincapié en que no fuera percibido como un programa de austeridad y en el alto grado de compromiso de las autoridades con su contenido. La condicionalidad del programa establecía metas sobre techos de déficit primario (-1,9 % en 2019 y equilibrio en 2020), suelo de reservas (aumento de 7,5 mm de dólares en junio de 2019 y de 28 mm de dólares al final del programa), no acumulación de atrasos de la deuda interna y externa, ausencia de financiación monetaria (a fin de reducir la inflación a cifras de un dígito a finales de 2021) y

¹ Dicho marco se aplica para volúmenes de financiación por encima del 145 % de la cuota del país anualmente y del 435 % de forma acumulada.

² Argentina obtuvo en junio financiación adicional a un año por valor de 5,65 mm de dólares por parte del BID (2,5 mm), el Banco Mundial (1,75 mm) y la CAF-Banco de Desarrollo de América Latina (1,4 mm). Asimismo, las autoridades argentinas tienen intención de ampliar los 11 mm de dólares de la línea swap abierta con el banco central de China que finaliza en julio de 2020.

Cuadro 1
ACUERDOS DE ARGENTINA CON EL FMI (1983-2018)

Año	Tipo de acuerdo	Inicio	Finalización	Aprobado			Dispuesto	
				Millones de DEG	% de cuota	% del PIB	Millones de DEG	% aprob.
1983	SBA	24-ene-83	23-ene-84	1.500	187	1,4	601	40
1984	SBA	28-dic-84	30-jun-86	1.183	106	0,9	1.183	100
1987	SBA	23-jul-87	30-sep-88	948	85	1,1	617	65
1989	SBA	10-nov-89	31-mar-91	736	66	1,1	506	69
1991	SBA	29-jul-91	31-mar-92	780	70	0,5	439	56
1992	EFF	31-mar-92	30-mar-96	4.020	361	2,2	4.020	100
1996	SBA	12-abr-96	11-ene-98	720	47	0,4	613	85
1998	EFF	4-feb-98	10-mar-00	2.080	135	0,9	0	0
2000	SBA-SRF	10-mar-00	23-ene-03	19.937	942	8,4	9.756	49
2003	SBA	24-ene-03	31-ago-03	2.175	103	2,3	2.175	100
2003	SBA	20-sep-03	5-ene-06	8.981	424	9,7	4.171	46
2018	SBA	20-jun-18	19-jun-21	40.714	1.277	8,7	14.714	36

FUENTE: Fondo Monetario Internacional.

suelo al gasto social (1,3 % del PIB en 2018). Asimismo, contemplaba el fortalecimiento de la autonomía institucional del banco central, su recapitalización y una mayor implicación del personal de la institución monetaria en la gestión de los recursos aportados por el FMI. La buena disposición de las autoridades en la negociación de los atrasos con los acreedores privados posibilitó la aprobación del programa bajo la política de préstamo del FMI a países en mora.

El rápido deterioro del cuadro macroeconómico y financiero a finales del verano dio pie a una revisión del acuerdo —aprobada por el Directorio el 26 de octubre—, que prevé el fin de su carácter preventivo, aumenta en 6,3 mm de dólares el importe total concedido —hasta alcanzar los 56,3 mm de dólares (1.277 % de cuota)— pone a disposición de Argentina 19 mm de dólares adicionales

hasta fin de 2019 (gráfico 1)³ y reformula la condicionalidad original⁴. Se prevén un adelanto apreciable (*frontloading*) de la financiación disponible a cambio de una consolidación fiscal más rápida (el objetivo de déficit primario cero se anticipa un año respecto al programa inicial), la sustitución de los objetivos de inflación por un ancla monetaria más sencilla, centrada en el control de la base monetaria, y la adopción de un régimen de tipo de cambio flotante, con poco

3 Los importes del acuerdo se denominan en DEG. El contravalor en dólares corresponde al tipo de cambio aplicado por el FMI a la aprobación del acuerdo en junio o su modificación en octubre.

4 El Directorio aprobó la solicitud de eximentes en la aplicación de varios criterios de ejecución incumplidos a fin de septiembre: suelo de reservas, reducción de la financiación neta al Gobierno y techo de operaciones *forward* no entregables. Argentina, por el contrario, cumplió con todas las metas fiscales referidas a ese mismo plazo.

Gráfico 1

LA REVISIÓN DEL SBA AUMENTA EL IMPORTE DEL PRÉSTAMO Y ADELANTA LA FINANCIACIÓN DISPONIBLE

CALENDARIO DE DESEMBOLSOS (2018-2021)

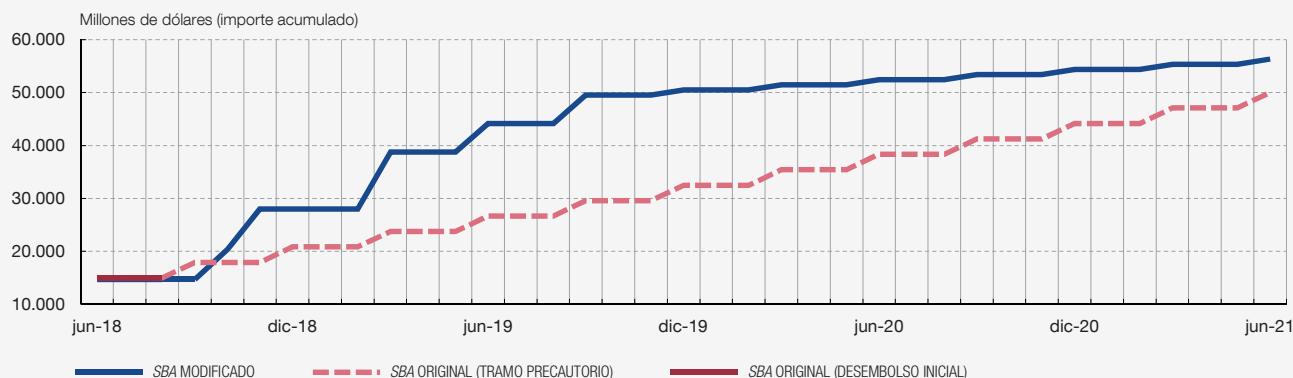
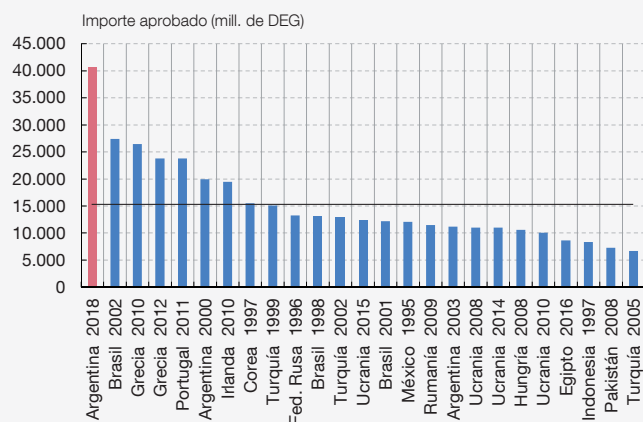


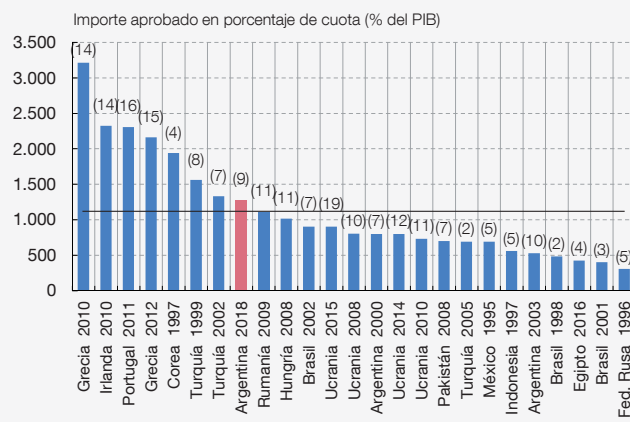
Gráfico 2

ARGENTINA ES EL MAYOR PROGRAMA DEL FMI POR IMPORTE, AUNQUE NO MEDIDO EN TÉRMINOS DE CUOTA O PIB

1 EN TÉRMINOS DE IMPORTE



2 EN TÉRMINOS DE CUOTA Y PIB



FUENTE: Fondo Monetario Internacional.

Descargar

margen de intervención por parte del banco central. Además, dados los riesgos de corto plazo, el FMI aumentará la frecuencia en el seguimiento del programa hasta final de año.

El historial de acuerdos de Argentina con el FMI desde 1983 es largo, especialmente entre 1989 y 2006, con programas próximos en el tiempo y, en general, de importe elevado (véase cuadro 1). El acuerdo actual es el de mayor cuantía en la historia del FMI⁵, si bien en términos de cuota y PIB se sitúa por detrás de los acuerdos con Grecia, Irlanda y Portugal (véanse gráficos 2 y 3).

5 Excepción hecha de los sucesivos acuerdos de aseguramiento bajo la Flexible Credit Line (FCL) firmados por México a partir de 2011, y que actualmente se cifra en 88,2 mm de dólares (700 % de cuota).

Argentina y el FMI entran en una nueva fase abiertamente resolutive tras el preacuerdo alcanzado en septiembre. Más importante que la ampliación del volumen concedido es el hecho de que el 90 % de dicho importe pueda desembolsarse durante la primera mitad de la vida del acuerdo, lo que supone una pérdida de apalancamiento para el Fondo en un contexto de elevada incertidumbre. Desde una perspectiva más amplia, entran en juego consideraciones de estabilidad financiera global, en circunstancias delicadas para el conjunto de las economías emergentes. La liquidez del FMI a corto plazo pasa a situarse por debajo de los 200 mm de DEG por primera vez desde principios de 2011, pero continúa siendo suficiente y no requiere el recurso a fuentes de financiación distintas de las cuotas, mientras no aumente la demanda de financiación al Fondo de forma sustancial.